

機関投資家、究極支配株主と企業の投資効率 ～中国の上場企業に関する実証研究～

汪 志平（札幌大学）

Shleifer and Vishny[1986]によると、機関投資家株主の存在はある程度企業の内部監督メカニズムを強化できる。近年、中国の上場企業において、機関投資家が重要な外部統治者として、ガバナンスのメカニズム改善に新たな可能性をもたらしている。上場企業の経営陣が行おうとする過剰投資に対して、機関投資家は黙認ないし退出を選ぶのではなく、結集して反対意見を表明した結果、経営陣が不合理な買収計画を諦め、より合理的な意思決定を下して、買収の規模を大きく縮小させることに成功した。

たとえば、中国の著名な白酒メーカー「五糧液」は、1997年以後は絶えず多角化経営を展開していたがほとんど成功しなかった。2006年8月、多くの機関投資家の一致反対に会ったため、「五糧液」が計画していた普什集団の全体買収を放棄して、普什集団の中にある非関連の自動車業務などを除外し、酒類関連資産だけを買収した。

そこで、中国における機関投資家の成長に伴い、その行動様式の変化が株式保有先企業の投資効率にどのような影響（過剰投資または過少投資）を与えているのかという問題を検証するために、筆者は2005～2011年の中国上場企業をサンプルとし、機関投資家の株式保有が企業の投資効率を改善できたのか、そして改善の度合いは上場企業の究極支配者の性質および機関投資家の投資行動パターンに影響を受けたのかについて実証研究を行った。

実証研究の結果、機関投資家の株式保有は企業の投資効率を改善できること、基金全体の株式保有と成熟型基金の株式保有は企業の資源配置効率を高める効果が見られるが、準指数型基金、短期型基金および非基金の株式保有はそのような効果が顕著でない。

また、中国国有企業が改組によって上場を果たした結果、会社の統治構造と監視環境に大きな変化が生じているが、依然として政府の支配下にあり、地方政府も自身の社会目標ないし政治目標を支配下の上場企業に押し付ける動機と能力をもっている。

実証研究の結果、上場企業の究極支配者の性質（中央政府支配、地方政府支配、民間資本支配）が、機関投資家の株式保有と投資効率の関係に影響を及ぼし、特に地方政府支配の企業において、機関投資家の株式保有の効果が顕著である。他方、究極支配者が中央政府の国有企業において、機関投資家の発言力は大幅に低下し、投資効率への影響は顕著でない。